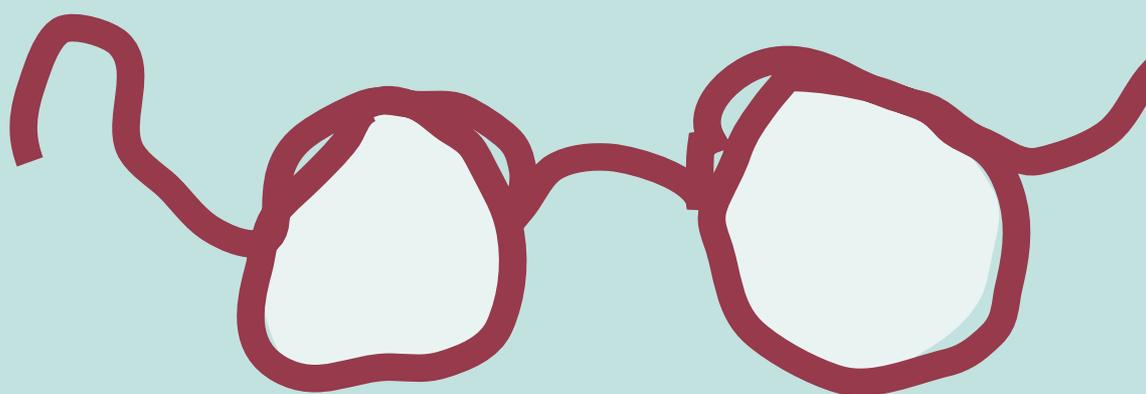


# Latinwatch

Servicio de Estudios

Mayo 2004



América Latina: inestabilidad financiera, fortaleza real

Argentina: sin gas

Brasil: ¿preparado para las turbulencias?

México: pisando el acelerador

Venezuela: ¿año electoral?



# Indice

Fecha de cierre: 14 de mayo de 2004

1. Visión Regional	2
2. Materias Primas	3
3. Panorama de Mercados	4
4. Panorama Bancario	5
5. Artículo	6
6. Argentina	8
7. Brasil	9
8. Chile	10
9. Colombia	11
10. México	12
11. Perú	13
12. Uruguay	14
13. Venezuela	15
14. Previsiones	16

## Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios BBVA

David Taguas

Javier Santiso, Economista Jefe para América Latina  
Alejandro Neut, Economista Senior  
Juan Antonio Rodríguez, Economista  
Santiago Sanz, Economista  
Luciana Taft, Economista

[javier.santiso@grupobbva.com](mailto:javier.santiso@grupobbva.com)  
[alejandro.neut@grupobbva.com](mailto:alejandro.neut@grupobbva.com)  
[ja.rodriguez@grupobbva.com](mailto:ja.rodriguez@grupobbva.com)  
[sjesus.fuente@grupobbva.com](mailto:sjesus.fuente@grupobbva.com)  
[lucia.taft@grupobbva.com](mailto:lucia.taft@grupobbva.com)

## Con la colaboración de:

Servicio de Estudios BBVA

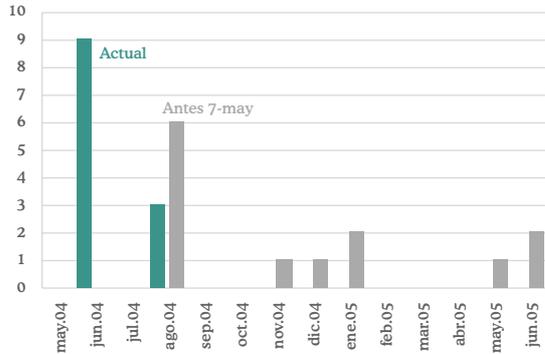
Carmen Hernansanz

Economista Jefe de Banca y Nueva Economía

[carmen.hernan@grupobbva.com](mailto:carmen.hernan@grupobbva.com)

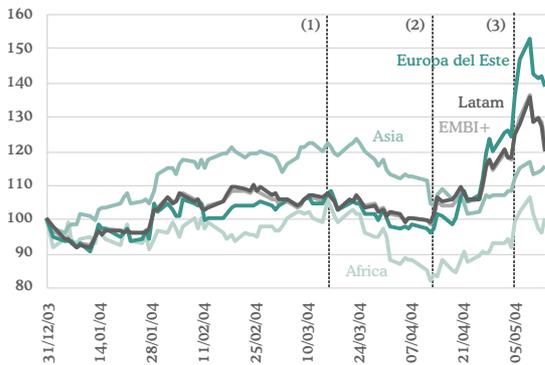
BBVA Banco Francés, Buenos Aires; BBVA Chile, Santiago de Chile; BBVA Colombia, Santafé de Bogotá; BBVA Bancomer, México DF; BBVA Banco Continental, Lima; BBVA Banco Provincial, Caracas.

### Fed Watchers: Timing del inicio de subidas de tipos de interés



Fuente: BBVA en base a Bloomberg

### Spreads (Número índice, 31 dic.03=100)



(1) Mayor probabilidad retraso en subida de tipos; (2) Dato ventas al por menor EE.UU.; (3) Dato empleo EE.UU.

Fuente: BBVA en base a JP Morgan

### Exportaciones de América Latina (% del total)

	Alimentos	Combustible	Metales	Manufacturas
México	6	10	2	81
Brasil	31	1	9	54
Argentina	49	12	2	34
Colombia	32	31	1	31
Perú	35	7	39	17
Chile	25	1	48	16
Venezuela	2	83	2	12

Fuente: Latin Focus 2004

## 1. Visión Regional

### Inestabilidad financiera, fortaleza real

A principios de año el rally emergente alcanzó su apogeo. Sin embargo, el principal motor, como lo comentamos en ocasiones anteriores, era el entorno internacional de bajos tipos de interés, baja aversión al riesgo y excesiva liquidez internacional. Con la incorporación al mercado de las expectativas de alza de tipos de interés en EE.UU., las primas de riesgo, los tipos de cambio y las bolsas emergentes se ajustaron a estas nuevas expectativas. A partir de los buenos datos de empleo americano del pasado 7 de mayo, el mercado comenzó a otorgar una mayor probabilidad (75%) a una subida de tipos en junio (ver gráfico).

Como era de esperar, estas expectativas generaron una corrección al alza de los spreads emergentes (ver gráfico). Sin sorpresa, los países que más perjudicados se han visto ante esta nueva coyuntura son aquellos que más se habían beneficiado del rally en 2003, en particular, Ecuador y Brasil. Este último experimentó un ajuste particularmente severo después de que sus spreads hubiesen caído más de 1000 pb. desde su máximo de septiembre 2002, para ubicarse en menos de 400 pb. a principios de 2004. En mayo de 2004 los spreads brasileños de nuevo se ubicaron en niveles cercanos a 800 pb. (para luego volver hacia niveles de 700 pb.) (ver sección sobre Brasil). Como lo muestran los comportamientos durante el transcurso del ajuste post-rally, tanto de los spreads, de los tipos de cambios como de las bolsas emergentes, se está experimentando una normalización, volviendo ahora a pesar los datos y los eventos locales de cada país emergente (i.e. el desplome de la bolsa india de 11% en un solo día, después de la victoria del partido del Congreso de Sonia Ghandi).

Ello no significa que no sigan impactando las dinámicas internacionales. De hecho, y paralelamente al ajuste de las primas de riesgo, los precios de las materias primas entraron también en una nueva dinámica. Los temores de un menor crecimiento en China, presionaron a la baja algunos precios como, por ejemplo, la soja y el cobre. Igualmente el alza del precio del petróleo, derivado de las tensiones en el Medio Oriente y de un shock de demanda, consolidaron estas expectativas (ver la sección de *Materias Primas*). Según la OCDE, países como China e India son de dos a tres veces más intensivos en energía que el promedio de los países desarrollados y se calcula que un aumento de 10 dólares en el precio del barril durante un año podría restar 0,8 pp. de crecimiento al PIB chino y 1% a India. Por el contrario, los datos chinos del primer trimestre de 2004 no indican por el momento un enfriamiento de la economía. La inflación de abril alcanzó 3,8% y las autoridades oficiales revisaron de nuevo a la alza el crecimiento, ubicándolo en 9,8% en términos interanuales.

Durante 2003, los países latinoamericanos se beneficiaron ampliamente de este impulso chino y asiático. Las exportaciones se dispararon, en particular las de los países exportadores de materias primas y productos agrícolas. Recordemos que China en 2003 llegó a ser el primer importador mundial de cobre y sus importaciones de petróleo crecieron en los últimos veinte años un 200% (10 veces más que las de Estados Unidos). La evolución diferenciada de la soja, del cobre y del petróleo, de perdurar, podría impactar de manera diferenciada los países latinoamericanos. Sin embargo, a corto plazo, las economías de la región siguen cosechando buenas noticias. En el primer trimestre de 2004 el PIB de México, por ejemplo, creció 3.7% real con respecto al registrado en el mismo periodo del año anterior, más de lo esperado por el mercado. Igualmente, los datos comerciales de la región siguen siendo muy positivos, a imagen de Chile cuyas exportaciones se duplicaron en mayo con respecto al año anterior. Igualmente las recaudaciones fiscales, como las registradas por Brasil o Chile durante el primer trimestre del año siguen siendo muy positivas. En resumen, a pesar de las turbulencias financieras, los países de la región están luciendo una fortaleza real llamativa.

## 2. Materias Primas

### Petróleo: algo más que riesgo geopolítico

El último mes se ha caracterizado por un incremento importante del riesgo geopolítico en el mercado petrolero fundamentalmente por los ataques tanto en Irak como en Arabia Saudí, éste último atribuido al grupo terrorista Al Qaeda. Esto se ha reflejado en un alza de precios y fuerte volatilidad en los mercados de futuros. El ataque a Arabia Saudí es el que mayor impacto ha tenido. Lo que el mercado valora, más allá de que sea el principal exportador de petróleo con una producción de 8,5 millones de barriles diarios, es la capacidad de "swing" que posee el país, (puede incorporar 2 millones de barriles adicionales en el corto plazo), que constituye el principal atributo como "productor fiable" de occidente, pudiendo suplir los déficit del mercado en un momento determinado. Pensar en dificultades en Arabia Saudí nos podría colocar en una senda explosiva de precios. Sin restarle importancia a estos factores de riesgos geopolíticos hay otros factores estructurales que están impactando el mercado en los últimos meses y quizás sean los que perduren una vez el mercado desciende este riesgo geopolítico.

### Debilidad de los inventarios

El primer factor a considerar es la debilidad de los inventarios de los países de la OCDE y de EEUU en particular. Este último se ha caracterizado por una escasa capacidad de reconstruir inventarios en los últimos dos años. En la actualidad, estos se encuentran apenas un 1,6% por encima del nivel mínimo de los últimos cinco años para este período estacional, 6% por debajo del nivel promedio del mismo período y apenas un 5% por encima de los requerimientos mínimos operativos de esta economía. La incapacidad para construir inventarios está asociada al cambio estructural que han introducido en el mercado petrolero el dinamismo de la economía china y de los países asiáticos no OCDE en general. Para cuantificar este impacto se tiene que el 50% del crecimiento de la demanda petrolera estimada para 2004 es explicado por estas economías, duplicando el impacto que supone el mayor dinamismo de las economías OCDE. La explicación, más allá del mayor crecimiento asiático, viene dada por la mayor intensidad de consumo de petróleo por unidad de PIB que generan. Como ejemplo, China consume 132% más petróleo por unidad de PIB que la media de los países OCDE.

Este cambio en el mercado ha introducido un cambio estructural que explicará mayores precios en el futuro, inclusive al descontarse los riesgos geopolíticos.

### Problemas de refino

El número de refinerías en EEUU se ha reducido a la mitad en los últimos 20 años, factor que estacionalmente al comenzar la temporada estival (mayo-septiembre) se refleja en tensión en el mercado de gasolina, que tradicionalmente era satisfecho por una mayor importación. Sin embargo, el impacto del déficit de producción está siendo amplificado por los mismos factores que están impactando a los inventarios, pero también por el cambio en el mercado que han introducido las normas ambientales, convirtiéndolo en una especie de "boutique" de la gasolina con 18 tipos distintos de especificaciones a través de EEUU, lo que limita la movilidad de productos de un Estado a otro. Esto se observa en la caída de los inventarios a nivel nacional de gasolina regular, que se ubica en un 6% en el año, mientras que en la costa oeste la disminución es del 23%. Para el caso de la gasolina reformulada la caída nacional es del 30%, mientras que en la costa oeste llega al 82%. Estos factores presentes en el mercado explicarán precios alrededor de 170 centavos de dólar en media en 2004.

### Precios

Todos estos factores que están ponderando en el mercado petrolero, unidos a un mejor desempeño de la economía mundial, que explica por cada punto porcentual de crecimiento un impacto en la demanda del 0,6%, hacen que se revise al alza la estimación del WTI a una media de 34,3 \$/b para 2004 y 30,9 \$/b para 2005, mientras que para el crudo tipo Brent se estima una media de 31,7 \$/b para 2004 y de 28,7 \$/b para 2005.

Servicio de Estudios BBVA Banco Provincial  
Giovanni di Placido, Economista Jefe  
giovanni\_diplacido@provincial.com

### Debilidad de inventarios en EE.UU.



Fuente: Reuters

### Precio del crudo tipo WTI y Brent



Fuente: BBVA Banco Provincial

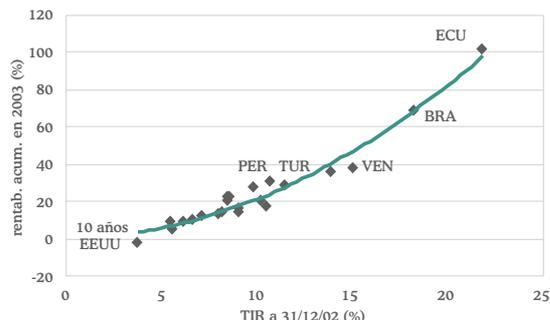
### Previsiones anuales

#### Media anual

	2002	2003	2004	2005
Indice BBVA-MAP				
LATAM	96	105	121	110
Petróleo Brent (\$/b)	25	28	32	29
Cobre (¢/lb)	71	81	127	110
Café (¢/lb)	65	67	79	70
Soja (¢/bush)	504	626	879	592
Oro (\$/onza)	311	364	387	328

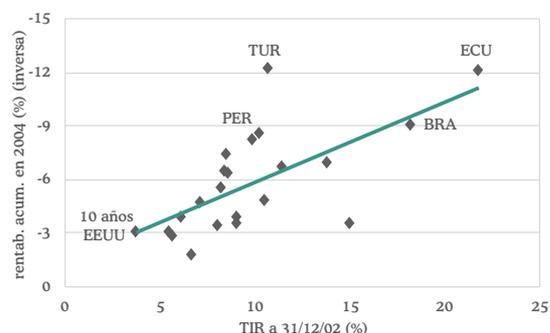
Fuente: BBVA

### Deuda emergente: TIR a dic.02 y rentabilidad en 2003



Fuente: BBVA en base a JP Morgan

### Deuda emergente: TIR a dic.02 y rentabilidad en 2004



Fuente: BBVA en base a JP Morgan

### Variación de las principales variables financieras de América Latina durante el último mes

	Spreads (var. en pb.)	Monedas (var. % vs dólar)	Bolsas (var. %)
Argentina	211	3,2%	-25,1%
Colombia	170	2,8%	-14,0%
Brasil	169	8,1%	-17,7%
Perú	131	0,6%	-8,2%
México	42	2,3%	-8,4%
Venezuela*	33	—	-8,0%
Chile	13	7,5%	-4,4%

\* Tipo de cambio fijo

Fuente: BBVA en base a Bloomberg y JP Morgan

## 3. Panorama de Mercados

### Tarde o temprano los mercados tenían que ajustar

Tal como veníamos apuntando en los últimos meses (1), el *rally* de los mercados emergentes estaba ligado a la política monetaria estadounidense y, por ende, a la evolución de sus tipos de interés. De esta manera decíamos que cuando los mercados descontasen que el momento de las subidas de tipos de interés se encontrase próximo, los mercados emergentes sufrirían un ajuste. Y esto ha ocurrido durante el mes de abril. Primero fueron los datos de ventas al por menor de EEUU que dieron una sorpresa positiva a los mercados. A continuación las declaraciones de Greenspan, a finales de abril, dando por finalizados los temores de deflación en la economía norteamericana. Y, por último, la reunión del Federal Open Market Committee (FOMC) y el excelente dato de empleo terminaron de desatar el proceso de ajuste.

### Cuanto más alto se sube, ¿más dura será la caída?

La renta fija emergente ha sufrido un brusco ajuste en el último mes. Hasta el cierre de esta edición, los precios de los bonos de países emergentes recogidos en el índice EMBI+, de JP Morgan, se habían deteriorado un 24,6% desde la publicación del dato de ventas minoristas de EEUU el día 13 de abril. Por ahora el deterioro de la deuda es generalizado a todas las regiones de emergentes, igual que la mejora de la misma también lo fue mientras duró el *rally*. Entonces los bonos que más se beneficiaron del *rally* fueron los que ofrecían una mayor rentabilidad (mayor riesgo) (2), tal como muestra el primero de los gráficos. Dadas las condiciones de elevada liquidez mundial y la baja rentabilidad que ofrecían los activos considerados como «seguros», los inversores parecían movidos por una «búsqueda de rentabilidad», sin importar de dónde procediera la misma, lo que llevó a algunos bonos a cotizar a precios por encima de lo que los fundamentos económicos del país emisor señalaban.

La duda ahora es si los mercados discriminarán por países o regiones a la hora de dirigir los flujos de capital hacia los emergentes. Hasta el momento, en los primeros días de ajuste, parece que los bonos que presentan una peor evolución coinciden con los que mejor comportamiento tuvieron en 2003 (Ecuador, Turquía, Brasil y Perú).

### ¿Cómo están ajustando los mercados en América Latina?

El spread de la renta fija latinoamericana ha aumentado casi 110 pb. en las últimas semanas, en línea con lo ocurrido en el resto, pues el incremento en la media de emergentes ha sido de 100 pb. En general, todos han experimentado una sobre-reacción tras la publicación del dato de empleo estadounidense (el deterioro llegó a ser de 190 pb.), aunque en los últimos días parece existir cierta corrección a la baja.

Las Bolsas de la región también han sufrido un desplome en el último mes, con el índice Merval argentino a la cabeza. Los inversores han buscado retirarse de activos emergentes (ya sea renta fija o variable), a la espera de rentabilidades más apetecibles y con menos riesgo en EEUU o Europa.

Las consecuencias de la retirada de capitales no se han hecho esperar. Las monedas de la región se han depreciado con el dólar, especialmente el real brasileño y el peso chileno. Y ello a pesar de las presiones apreciatorias generadas por el elevado saldo comercial en Brasil, y el elevado precio del cobre, que para Chile supone el 36% de sus ingresos por exportaciones. El caso brasileño merece especial atención si la depreciación es incorporada a las expectativas de inflación, lo que daría por finalizado el ciclo bajista de tipos de interés en que se encontraba desde hace un año, y podría generar de nuevo, como ocurrió en 2002, problemas de acumulación de deuda pública.

(1) Ver Panorama de Mercados, *Latinwatch marzo 2004* y Visión Regional, *LatinWatch febrero 2004*.  
 (2) Ver Panorama de Mercados, *Latinwatch febrero 2004*.

## 4. Panorama Bancario

### Latinoamérica pierde cuota en financiación bancaria externa...

En 2003 la financiación bancaria extranjera hacia países emergentes aumentó un 17,5% (1). Sin embargo, Latinoamérica fue la región menos beneficiada por este crecimiento dado que, aunque el año ha ido de menos a más, el volumen de flujos bancarios exteriores cerró 2003 casi en los mismos niveles del año anterior (484 m.m. de dólares). Ello representa una cuota en el total de financiación bancaria hacia emergentes del 30%, porcentaje 6 p.p. inferior al de finales de 2002.

El menor interés relativo hacia Latinoamérica de los bancos internacionales no establecidos en el país, no sólo se ha manifestado en el importe de la financiación concedida, sino también en políticas de inversión que pueden calificarse de más prudentes. En Asia o Europa Central los bancos extranjeros han reducido la importancia de la financiación al sector público en sus carteras, orientándose fundamentalmente hacia los préstamos a entidades financieras. Por el contrario, en América Latina se ha apreciado un mayor interés por elevar la exposición al sector público en detrimento del sector privado. Esta tendencia ha sido particularmente visible en Chile, México y Perú. Otro factor que apunta hacia una actitud más conservadora es la tendencia ascendente de la proporción de financiación bancaria que cuenta con garantía externa que, aunque en línea con la de otras regiones emergentes como Asia, se eleva ya al 6,2% del total.

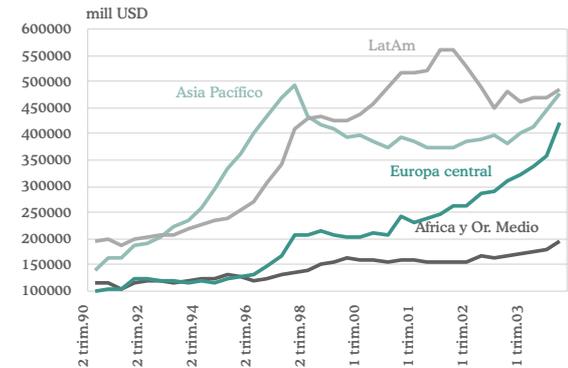
### ... aunque con un comportamiento dispar entre países

No obstante, la estabilidad del conjunto de financiación a la región esconde un comportamiento heterogéneo entre países. De las principales economías del área, Chile fue la que mostró un mayor dinamismo (+12% anual). A continuación se encuentra Brasil (con casi un incremento del 5%), que aún está lejos de los volúmenes del primer semestre de 2002. En ambos casos, el sector más favorecido ha sido el sector bancario, aunque en Chile también se apreció un incremento de la exposición al riesgo soberano, anticipando el cambio en su rating. Los mayores descensos de la financiación bancaria extranjera tuvieron lugar en Colombia (-13%) y Argentina (-8%). Estas disparidades apuntan a que las decisiones de inversión bancaria en la región se basan en un análisis de riesgos discriminante entre las diferentes economías. A este mejor conocimiento ha contribuido sin duda el establecimiento de un elevado número de bancos extranjeros.

La distinción entre la financiación *cross-border* más la concedida localmente en moneda extranjera (financiación internacional en la terminología del BIS) y la financiación local en moneda local permite profundizar en este análisis. América Latina es la región emergente en la que mayor importancia presenta esta última. A finales de 2003 la proporción de financiación local en moneda local sobre el total de la financiación bancaria extranjera oscilaba entre el 21% en Perú (2) y el 67% en México. No obstante, la evolución del tipo de cambio altera la valoración de esta rúbrica. La apreciación del peso chileno y del real brasileño durante 2003 lleva a una sobreestimación de la financiación local cuando ésta se mide en dólares. De hecho, la financiación concedida por los bancos extranjeros en el exterior mostró un mayor dinamismo que la local corregida por tipo de cambio. Esta última cayó en los dos países citados, particularmente en Brasil. Por el contrario, como resultado de la depreciación del peso mexicano, la financiación bancaria extranjera local en este país queda infravalorada cuando se expresa en dólares. Así, tras la corrección ésta se torna positiva, aunque su crecimiento fue menor al de los préstamos de la banca extranjera en el exterior.

- (1) El tipo de cambio condiciona el saldo de la financiación bancaria externa al medirse ésta en dólares. De hecho, parte del dinamismo observado por la financiación hacia Europa Central a finales de 2003 obedeció a la fortaleza del euro frente al dólar en este período.
- (2) Considerando la elevada dolarización del sistema financiero peruano esta cifra ha de tomarse como una cota inferior de la importancia de la financiación extranjera local.

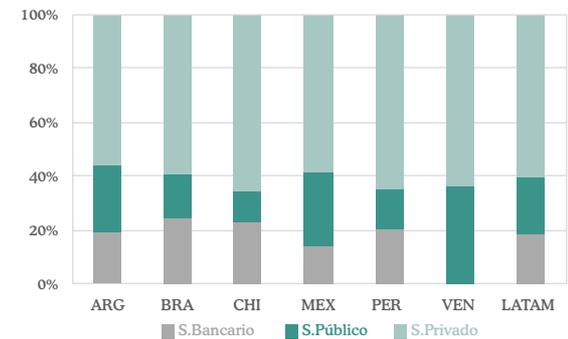
### Exposición de la banca internacional a áreas emergentes (\*)



(\*) Datos semestrales hasta 1999

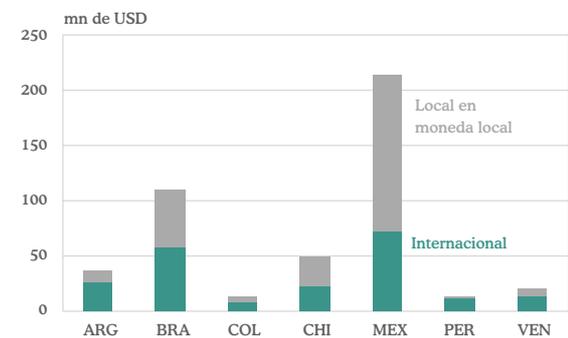
Fuente: Banco de Pagos de Basilea

### Distribución por sector de la financiación bancaria internacional



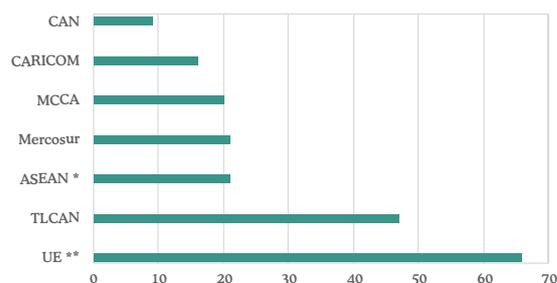
Fuente: Banco de Pagos de Basilea

### Exposición de la banca extranjera a los principales países de América Latina



Fuente: Banco de Pagos de Basilea

### Exportaciones intra-regionales (% de las exportaciones totales, 2000)



\* Asociación de países del Sudeste asiático  
\*\* A partir del año 2000, 11 de los 15 países de la Unión Europea (UE) formaban parte de la Unión Económica y Monetaria  
Fuente: OMC

## 5. Artículo: ALCA *light*

Los esfuerzos para unir a las economías americanas en un solo área de libre comercio se iniciaron en 1994, con el objetivo de conformar el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) (1). Las fechas límites que se establecieron en ese momento fueron enero de 2005 para la finalización de las negociaciones y diciembre del mismo año para la entrada en vigor del acuerdo. A casi diez años de iniciadas las negociaciones, el alcance y contenido de las mismas se ha ido reduciendo, algo que ha quedado confirmado en la Conferencia Ministerial del ALCA celebrada en Miami en noviembre de 2003. Probablemente, el acuerdo que finalmente se alcance será menos ambicioso de lo que se planteó inicialmente.

### El ALCA: una buena idea

En teoría, los procesos de apertura e integración generan un aumento significativo de los flujos comerciales entre los países miembros. Ello, a su vez, produce ganancias de eficiencia y productividad a través de la especialización productiva, lo que impulsa el crecimiento económico. Además, el ALCA ofrece la posibilidad a los países de menor desarrollo de acceder a mercados más amplios y de mayores ingresos como el estadounidense, así como también atraer mayores flujos de inversión extranjera directa (2). Ello puede constituir una forma de mejorar las expectativas y dotar de mayor certidumbre a la política económica del país en cuestión. El caso mexicano es un ejemplo claro de ancla de credibilidad a partir de la firma, en el año 1994, del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) (3).

### Latinoamérica: muchos tratados, poco comercio

Los países de América Latina han firmado varios tratados comerciales en los últimos cincuenta años. El ALCA representa, en principio, la continuación de este proceso de integración regional, ampliado al continente americano en su conjunto.

Entre los acuerdos más importantes en América Latina, podemos citar los siguientes:

- ALADI: Asociación Latinoamericana de Integración (1980);
- MCCA: Mercado Común Centroamericano (1960);
- MERCOSUR: Mercado Común del Sur (1994);
- CAN: Comunidad Andina (1997);
- CARICOM: Mercado Común del Caribe (1973) (4).

Sin embargo, la integración comercial en América Latina no es efectiva a pesar de la existencia de dichos acuerdos. El Figura 1 muestra que el comercio intra-regional es significativamente menor que el de otras áreas de libre comercio. Es decir, en Latinoamérica no se cumple el principal efecto que, en la teoría, genera un acuerdo comercial: un comercio sustancioso entre los países miembros. Una de las consecuencias directas de ello es que la correlación cíclica de los países implicados en un determinado acuerdo comercial sea reducida (Figura 2). En consecuencia, América Latina no puede beneficiarse de las mejoras que suponen los acuerdos comerciales en términos de productividad y crecimiento.

¿Por qué es el comercio regional tan escaso? Hay varias razones que explican este fenómeno:

- (1) Además, de forma paralela, Latinoamérica y Europa continúan con su ronda de negociaciones para consolidar sus relaciones regionales. El 28 y 29 de mayo se celebrará en Guadalajara, México, la III Cumbre Unión Europea-América Latina y El Caribe.
- (2) Ver "Regional Integration and the Location of FDI", Yeyati, Stein y Daude, Working Paper 492, BID, julio 2003.
- (3) Ver "México, 10 años de TLCAN", Latinwatch, febrero 2004, pag. 6-7.
- (4) ALADI: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Cuba, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela; MCCA: Guatemala, Honduras, Nicaragua, El Salvador y Costa Rica; MERCOSUR: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay; CAN: Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela; CARICOM: Antigua y Barbuda, Las Bahamas; Barbados, Belice, R. Dominicana, Grenada, Guyana, Haití, Jamaica, Montserrat, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tobago.

### Correlación cíclica 1991-2003

	Arg.	Brasil	Urug.	Col.	Perú	Ven.	Chile	Méx.
Argentina	100%	2%	80%	13%	-10%	31%	17%	60%
Brasil		100%	-4%	34%	60%	4%	-1%	2%
Uruguay			100%	6%	-13%	51%	11%	49%
Colombia				100%	41%	14%	58%	-21%
Perú					100%	-18%	7%	-31%
Venezuela						100%	37%	20%
Chile							100%	-28%
México								100%

Fuente: BBVA

- Economías cerradas: los países latinoamericanos son, en general, cerrados con relación a otras economías emergentes (ver Figura 3). Los procesos de integración comercial, si no están acompañados de políticas económicas que favorezcan la apertura, no logran los objetivos deseados. Se podría decir que aún queda cierta herencia del modelo de sustitución de importaciones implementado en muchos países de la región hasta los años noventa.
- Estructura exportadora similar: los países de América Latina son exportadores de materias primas, lo que no incentiva el comercio entre ellos. México es la excepción entre los grandes países de la región (Figura 4).
- Falta de infraestructuras: muchos bienes no se comercian debido a que los costes de transporte suponen una barrera efectiva a las transacciones.
- Liberalización incompleta: la reducción de aranceles fue seguida en muchos casos por un uso cada vez mayor de obstáculos no arancelarios en forma de restricciones cuantitativas.
- Volatilidad macroeconómica: los choques externos y crisis de balanza de pagos, que han sufrido muchos países latinoamericanos en las últimas dos décadas, debilitan la capacidad de beneficiarse de los procesos de apertura.

### ¿Qué esperamos para el futuro?: Bilateralismo versus multilateralismo

La escasa relación comercial en América Latina es importante a la hora de analizar el desarrollo de las negociaciones del ALCA. Dicho fenómeno no parece positivo para la región latinoamericana en su conjunto, debido a que no permite consolidar su poder de negociación respecto a Estados Unidos. El aspecto relacionado con la protección de los productos agrícolas en Estados Unidos es uno de los principales temas de disputa, siendo Brasil uno de los países más perjudicados. Es por ello que la estrategia brasileña se caracteriza por lo que se ha denominado en la literatura como multilateralismo. La idea es promover los acuerdos multilaterales dentro de Latinoamérica y adquirir poder de negociación respecto a Estados Unidos.

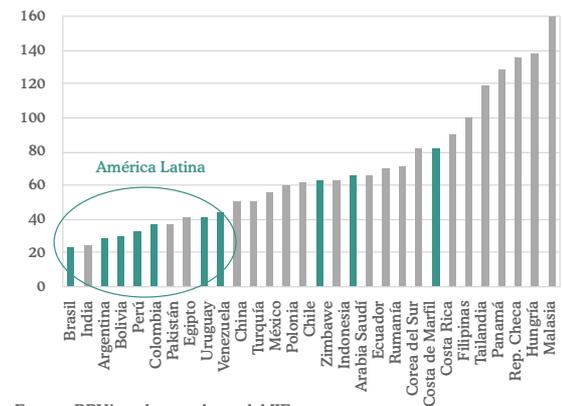
Sin embargo, ésta no es la tendencia que se viene observando en los últimos años. Por el contrario, se viene produciendo una creciente bilateralización en las negociaciones, en forma paralela al ALCA. Esta es la postura de Estados Unidos que, además del TLCAN con México, concluyó en 2003 un acuerdo de libre comercio con Chile. Además, inició negociaciones con los países de MCCA, Perú y Colombia y anunció que lo haría con Ecuador y Bolivia. Así, Estados Unidos no permite que se frenen las negociaciones del ALCA, proyecto en el cual está interesado. Por su parte, los países que negocian en forma bilateral con aquel se guían por las expectativas de acceso al mercado norteamericano y el ancla de credibilidad que ello supone.

Todo indica que el bilateralismo será la estrategia predominante en el futuro. Estados Unidos continuará avanzando con acuerdos bilaterales con aquellos países que estén dispuestos a hacerlo. Este escenario profundiza la naturaleza asimétrica de las negociaciones comerciales dentro del hemisferio (5). Sin embargo, a pesar de ser un resultado de *second best*, permite que las negociaciones comerciales en el continente americano no queden a la deriva.

(5) Ver "La Globalización de la integración y el Nuevo regionalismo: ¿A dónde conducen las negociaciones del ALCA?", Roberto Bouzas, mimeo, marzo 2004.

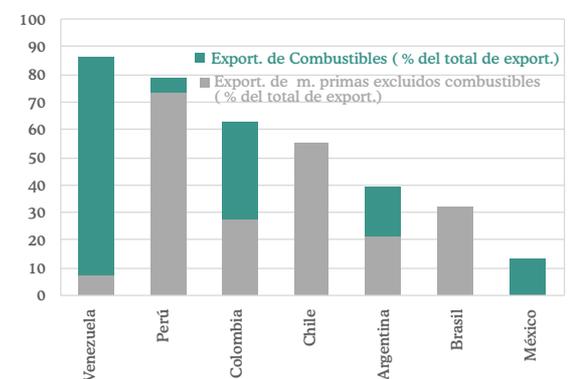
### Apertura comercial

(suma de export. e import. como % del PIB; 2003)



Fuente: BBVA en base a datos del IIF

### Exportaciones de materias primas en América Latina



Fuente: Latin Focus

**Tasa de inflación minorista**  
 (Promedios móviles de 3 meses anualizados)



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos INDEC

## 6. Argentina

### La inflación se acelera

En el primer trimestre del año, la actividad continuó expandiéndose a buen ritmo acorde con nuestra proyección de crecimiento interanual del PIB de 10,1 % en el período. En particular, la industria acumuló un aumento del 5,5% sin reflejar aún las restricciones en la provisión de energía e impulsada por sectores como el automotriz donde existe aún abundante capacidad ociosa.

Si bien la escasez de gas natural parece no haber impactado aún sobre el nivel de actividad económica, es probable que en el futuro próximo empiece a reflejarse en el nivel de precios. El aumento de las tarifas del gas a nivel mayorista de febrero y el mayor costo de generar energía eléctrica a partir del fuel-oil importado de Venezuela terminará repercutiendo sobre el IPC. El gobierno también deberá renegociar el convenio con las empresas petroleras por el cual el crudo sigue vendiéndose internamente a U\$S 28,5 por barril frente a un precio internacional superior a U\$S 37. El sinceramiento de precios energéticos junto con la recomposición de márgenes en el comercio minorista y el ajuste de otros precios relativos atrasados llevaría a una aceleración de la inflación que alcanzó un 0,9 % mensual en abril (IPC). Para el año próximo, estimamos que el incremento de precios minoristas se ubicará en 7 % ya que continuará el proceso de ajuste de precios relativos.

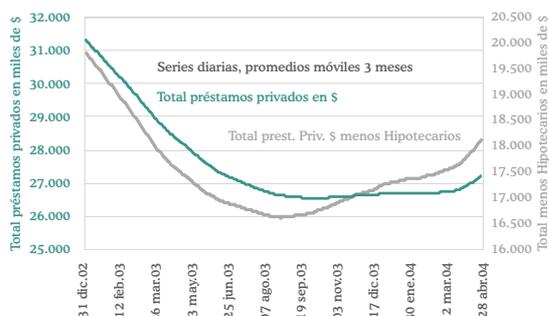
### Calma en el panorama monetario y fiscal

El superávit primario del primer trimestre casi cuadruplicó la meta comprometida con el FMI ya que se contabilizaron ingresos no tributarios por ganancias del BCRA de \$ 1000 millones en marzo. Sin embargo, el resultado anual no superará en similar proporción la meta ya que la crisis energética también tendrá impacto sobre las cuentas fiscales porque el gobierno subsidiará las importaciones de combustibles alternativos. Recientemente, el gobierno anunció aumentos en jubilaciones mínimas y salarios de empleados públicos de menores ingresos a partir de junio que podrían ser seguidos por nuevos aumentos para otras escalas salariales en el futuro. Igualmente, en 2004, estimamos un superávit fiscal primario para el sector público nacional de 3,1 % (frente a un 2,4 % comprometido con el FMI) sostenido por un excelente desempeño de la recaudación tributaria.

Los recientes temores de un alza anticipada en los tipos de interés de EEUU no han tenido fuerte repercusiones en el mercado financiero argentino ya que prevalece un exceso de liquidez bancaria. El exceso de integración de encajes asciende a 7 % de los depósitos. Adicionalmente, los bancos son los principales tenedores del stock de \$12.500 millones de Lebac. Aún cuando los préstamos continúen creciendo al ritmo saludable de los últimos 2 meses, no se registrarían presiones significativas sobre los tipos de interés domésticos en el resto del año.

Sin embargo, la apreciación del dólar y su potencial efecto bajista sobre los precios de las materias primas sí tendría consecuencias negativas en Argentina por el peso de las retenciones sobre las exportaciones en el superávit fiscal (2,5 % del PIB) y la estabilidad cambiaria.

**Préstamos al Sector Privado no Financiero**



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de BCRA

**Argentina: últimos datos mensuales**

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Producción industrial (EMI % a/a)	14,3	12,6	12,2	14,2	15,7	n.d.
Inflación (% anual)	3,6	3,7	2,7	2,3	2,3	3,1
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	15,8	15,6	14,9	14,6	14	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	13,5	14,1	14,7	15,0	15,0	15,8
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2,88	2,96	2,90	2,93	2,90	2,83
Tasa depósitos a 30 días en pesos *	4,3	3,6	2,7	2,2	2,4	2,1
Spread soberano (Global 2008) *	6355	6095	6085	6353	6271	6208
Base Monetaria (% anual)	67,5	59,1	59,3	55,5	48,8	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	54	52	52	52	53	55
BBVA-MAP Argentina (jun-95=100)	120	122	125	126	133	135

\* Media mensual

## 7. Brasil

### Fin de la burbuja en los bonos

El spread aumentó más de 150 puntos en los primeros 10 días de mayo y acumula una subida de más de 250 puntos base en lo corrido de este año. La subida a principios de mayo se debe a que los mercados incluyeron en sus previsiones una pronta y súbita subida de tipos de la Fed. El detonante que reajustó estas expectativas se produjo el 7 de mayo con el anuncio de los datos de creación de empleo de Abril en Estados Unidos. Los datos estuvieron por encima de lo esperado y fortalecieron los buenos datos publicados en abril. La Fed ha tratado de transmitir serenidad, insinuando una "subida paulatina" de sus tipos, pero los mercados preveen un escenario diferente. La reacción fue anticipar una subida de tipos de la Fed en el futuro próximo, por lo cual la curva de intereses se empinó significativamente en EEUU.

Este cambio del escenario mundial repercutió en los spreads emergentes y en especial en el spread brasileño. Que Brasil fuese más afectado que otros es producto de que el rally había beneficiado más a esta economía, dada la alta liquidez y rentabilidad de sus pasivos. Al "desinflarse" la burbuja, los bonos cayeron en proporción a las ganancias que habían acumulado durante el período de elevada liquidez.

Es importante destacar que el deterioro en el spread impactó al tipo de cambio, pero no en una espiral descontrolada. El real se depreció 7,2% en el último mes pero sólo 5,4% con respecto a un año atrás. Esto respondió a la apreciación del dólar frente a todas las monedas del mundo mas que a una debilidad del real. La estabilidad del real es importante en Brasil pues la deuda interna está altamente indexada al tipo de cambio y a los tipos Selic. Una depreciación del real provoca presiones inflacionarias que llevan al Banco Central a aumentar la Selic, generando así los conocidos cuadros de insostenibilidad. Por ahora no ha habido presiones inflacionarias significativas (IPCA creció sólo 0,37% en abril) y en abril el Banco Central volvió a bajar la Selic en 25 p.b.

### La economía real mantiene su propio paso

La fortaleza del real se sustenta en un superávit comercial que en marzo elevó el superávit de cuenta corriente a 817 millones de dólares. A pesar que las importaciones han subido junto a la recuperación de la demanda interna, las exportaciones mantienen dinamismo. La demanda china sigue estando tras este importante shock de demanda. Pero el crecimiento chino puede tener efectos colaterales no deseados. En particular, la demanda china puede ser uno de los factores tras el aumento del precio del petróleo. De mantenerse en los niveles actuales, el precio del petróleo tendrá un efecto en la inflación mundial y en Brasil en particular.

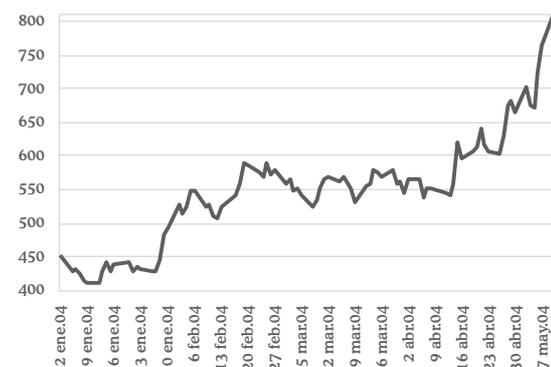
Dicho esto, el efecto positivo de la demanda china prevalece ante los efectos negativos. Por ello un una caída de la demanda asiática continúa siendo un riesgo importante, que se traduciría en un deterioro de los términos de intercambio y en una paralización de las exportaciones, las cuales constituyen el actual motor de crecimiento en Brasil.

### Brasil: últimos datos mensuales

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Producción industrial (% anual)	1,2	4,5	3,5	1,5	11,9	n.d.
Inflación IPCA (% anual)	11,0	9,3	7,7	6,7	5,9	5,3
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	23,9	24,8	25,3	26,1	27,2	27,4
Reservas internacionales (m.M. \$)	54,3	49,3	53,3	53,0	51,6	50,5
Tipo de cambio (Real vs US\$) *	2,91	2,92	2,85	2,93	2,91	2,91
Tasa SELIC *	18,3	16,9	16,3	16,3	16,2	16,0
Spread soberano (Brady C-Bond 2014) *	576	505	459	570	575	592
M4 (% anual)	16,5	18,9	19,2	19,9	20,8	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	60	60	60	59	60	60
BBVA-MAP Brasil (jun-95=100)	83	83	83	83	83	83

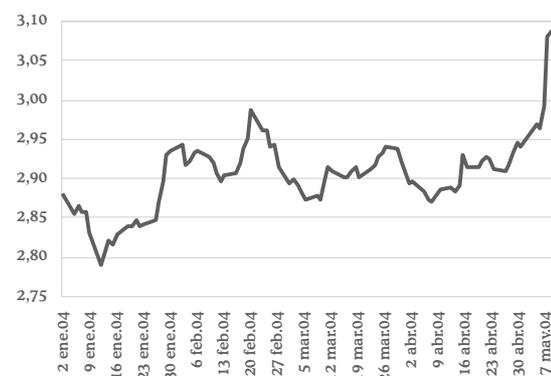
\* Media mensual

### EMBI+ Brasil (p.b.)



Fuente: JP Morgan

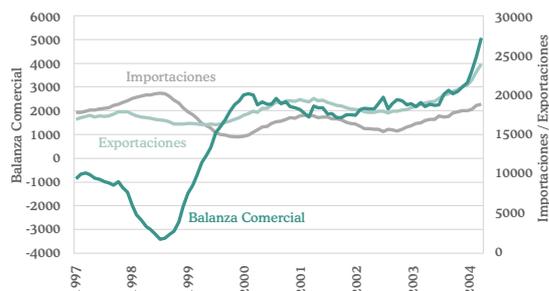
### Tipo de cambio (Real vs. dólar)



Fuente: BBVA

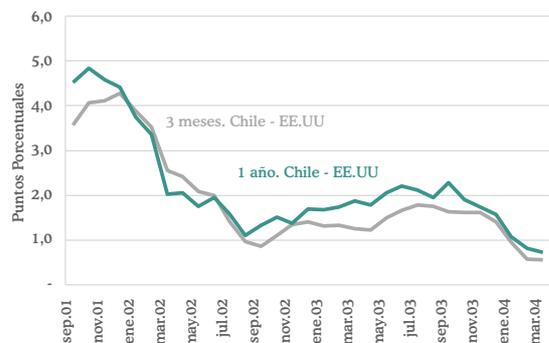
## Exportaciones, importaciones y balanza comercial

(Suma móvil 12 meses, millones de dólares)



Fuente: Banco Central

## Diferencial de tipos de interés Chile-Estados Unidos



Fuente: GEE BBVA Chile

## Chile: últimos datos mensuales

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
IMACEC (% anual)	3,2	3,2	3,0	4,2	6,3	n.d.
Producción industrial INE (% anual)	1,5	1,2	1,8	8,0	7,8	n.d.
Inflación (% anual)	1,0	1,1	0,8	0,0	-0,7	-0,3
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	2,8	3,0	3,2	3,6	4,3	5,1
Reservas internacionales (m.M. \$)	15,8	15,9	16,0	16,1	16,0	16,0
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	625	601	574	584	605	608
Tasa de Instancia Monetaria *	2,8	2,4	1,9	1,8	1,8	1,8
Spread soberano (Global 2009) *	68	66	64	67	68	66
M2A (% anual)	-2,5	-1,6	-0,5	-0,3	-1,1	2,0
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	82	84	87	85	83	83
BBVA-MAP Chile (jun-95=100)	73	76	80	87	90	89

\* Media mensual

## 8. Chile

### Crecimiento cobra fuerza

Las cifras de crecimiento económico de marzo estuvieron por sobre los esperados (6,3% comparado con nuestra proyección de 5,3%), confirmando que la economía ha entrado en una fase de crecimiento más alto. Con esto se consolida una proyección de aumento del PIB en 2004 T1 en torno a 4,5%, cifra que es plenamente consistente con la proyección de 5,2% de crecimiento económico para el año 2004.

La mayor novedad en el mes ha sido la presión inflacionaria provocada por las alzas del precio del petróleo y las gasolinas en los mercados internacionales y por la fortaleza del dólar en el mercado local. Si bien nuestras proyecciones muestran que la inflación a fines de año estará en el piso de la banda-meta del Banco Central, esto disipado el riesgo de una baja del tipo de interés rector del Banco Central (TPM).

### ¿Por qué se aprecia el dólar en Chile?

Posiblemente la mayor sorpresa de las últimas semanas ha sido la debilidad del peso, que ha tocado el nivel de \$ 640 por dólar, después de haber estado en torno a \$ 560 a comienzos de año. Cabe consignar que el favorable panorama internacional ha reflejado en un abultado superávit comercial, que en Abril llegó a US \$ 3342 millones, superando la cifra de todo el año 2003. Entre los factores explicativos de la debilidad del peso hay que apuntar las salidas de capitales por inversiones en el exterior de las AFP y, especialmente, la fuerte disminución de los diferenciales de tipos de interés con los Estados Unidos. Esto último está induciendo salidas de capitales y la postergación de liquidaciones de retornos de exportación en el mercado local. Con expectativas cada vez más firmes de aumentos del tipo oficial de la Reserva Federal y una actitud más relajada por parte del Banco Central en Chile, este diferencial podría ampliarse en los próximos meses, dando un soporte adicional al dólar.

### Crisis energética de Argentina golpea en Chile

Hace pocos años, y después de más de un siglo de relaciones marcadas por el recelo, Chile adoptó una estrategia de diversificación de la matriz energética basada en la integración con Argentina. Por varios años los acuerdos funcionaron muy bien y el sector eléctrico, la industria y los hogares en Chile disfrutaron de un combustible barato y limpio. La crisis energética provocada por la congelación de tarifas en Argentina cambió el cuadro, y los desordenados cortes del suministro de gas se pultaron la estrategia anterior. Si bien se espera que los cortes no afecten la producción en Chile (excepto si hay sequía), el costo de la energía ya ha subido, y va a seguir subiendo, y el Gobierno ha anunciado planes para reducir la dependencia de gas argentino, favoreciendo otras formas de generación de electricidad y abriendo la puerta a inversiones para diversificar las fuentes de abastecimiento de gas natural.

## 9. Colombia

### Consolidación de la economía y buenas perspectivas para el 2004

En el último mes, la economía colombiana ha tenido una evolución muy interesante. De una parte, hay señales claras de que la recuperación real de la economía es sólida. Los estimativos de crecimiento en el primer trimestre de distintas dependencias del Estado, antes de la publicación del dato oficial, han estado entre 3.7 y 4.5%; el último dato de inflación, por debajo del 5.5%, que es la meta puntual de inflación para el año, es el mejor de Colombia en 40 años; y los últimos datos de desempleo urbano (aunque no del nacional) muestran una importante recuperación, si bien todavía insuficiente para la magnitud del problema laboral colombiano. Por otra, sin embargo, los precios de los activos financieros, en particular de la deuda pública interna y del peso en términos del dólar (USD), revirtiendo una tendencia muy fuerte que se había observado desde el segundo semestre del año pasado, han detenido su marcha alcista y han dado muestras de que la apreciación financiera puede estar llegando a su fin.

El contraste entre desempeño real y desempeño financiero no podría ser, pues, mayor. Las autoridades económicas, con el Ministro de Hacienda a la cabeza, han manifestado su extrañeza frente a la actual situación, y han identificado un “culpable” en “factores especulativos”.

La realidad es, quizás, más simple. Colombia ha estado favorablemente afectada por la coyuntura internacional de bajas tasas de interés y apreciación de la deuda de los países emergentes. Es difícil precisar el efecto de esa coyuntura sobre la economía real, pero una forma de hacerlo es notar que, según la última información disponible, Colombia creció 3.74% en 2003, cuando los estimados iniciales, que presumiblemente no preveían los efectos favorables introducidos por la coyuntura internacional, eran de sólo 2%. Admitiendo la imprecisión de este cálculo, puede decirse que buena parte de la recuperación de la economía colombiana se debe al favorable entorno internacional. Esto, sin querer demeritar los esfuerzos que las autoridades económicas han hecho por producir un manejo económico adecuado y adelantar las reformas estructurales que el país requiere para su viabilidad en el mediano plazo. No cabe duda de que la última administración, con los dos Ministros de Hacienda que ha tenido a la cabeza, le ha generado confianza a los agentes con su manejo económico.

Dado que internacionalmente cada vez se hace más patente que la FED incrementará los tipos de interés en EU, la gran incertidumbre, fuera de cuándo y cuánto, radica en determinar qué efectos ese incremento tendrá sobre los flujos de capital hacia los países emergentes y sobre el desempeño de economías como la colombiana. La incertidumbre sobre esos temas es la que está afectando los mercados financieros locales, que están sobre-reaccionando a cualquier información que pueda dar luz en esas materias. A pesar de que los “fundamentales” de la economía colombiana están mucho mejor ahora que, digamos, el segundo semestre de 2002, cuando la incertidumbre sobre las elecciones en Brasil causó problemas en la cotización de la deuda de países emergentes, está claro que la vulnerabilidad persiste.

### Tipo de cambio representativo del mercado



Fuente: Banco de la República

### Tipo de los TES vencimiento 2012 mercado secundario



Fuente: Banco de la República

### Colombia: últimos datos mensuales

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Producción industrial DANE (% anual)	4,9	3,6	-0,3	6,1	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	6,1	6,5	6,2	6,3	6,2	5,5
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,0	0,0	0,3	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,7	10,9	11,2	11,3	11,3	11,4
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2844	2804	2752	2715	2671	2640
Tasa DTF 90 días *	7,9	7,9	8,0	7,9	7,8	7,8
Spread soberano (Global 2027) *	426	403	365	432	409	392
M3 (% anual)	11,2	12,1	12,4	11,6	12,6	11,5
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	71	71	73	75	78	79
BBVA-MAP Colombia (jun-95=100)	90	91	93	94	96	95

\* Media mensual

## IGAE, ventas minoristas y exportaciones no petroleras

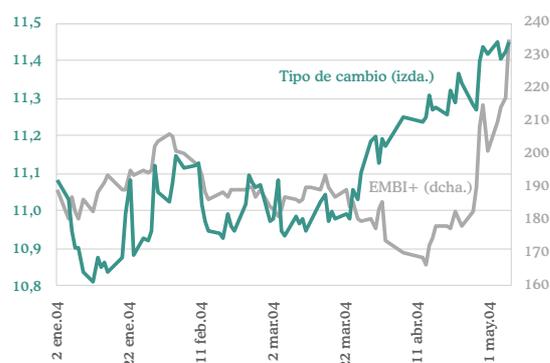
(Var. % anual, m. móvil 3m)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Tipo de cambio y riesgo país

(Spot p/\$ y EMBI+ p.b.)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reuters

## 10. México

### Crecimiento cercano al 4% en el primer trimestre

Durante el primer trimestre de 2004 la economía continuó su recuperación. En febrero, el Indicador Global de la Actividad Económica ajustado por estacionalidad registró una expansión anualizada del promedio móvil de tres meses de 2,9%. Esto obedece principalmente al crecimiento del consumo privado y de la demanda externa. En enero-febrero, las ventas al menudeo ajustadas por estacionalidad aumentaron a una tasa trimestral anualizada de casi 5%. En el primer trimestre, el incremento trimestral anualizado de las exportaciones no petroleras ajustadas por estacionalidad se ubicó en 12%.

La evolución del consumo se explica por el aumento en la masa salarial, los menores tipos de interés y el fuerte dinamismo del crédito al consumo, mientras que la reactivación de la actividad industrial en Estados Unidos ha permitido la recuperación vigorosa de las exportaciones. Con esto, el incremento del PIB durante el primer trimestre del año podría estar cercano al 4%. Por lo tanto, subimos nuestras expectativas para 2004.

### Presiones sobre los tipos de interés

En los primeros días de mayo el tipo de cambio alcanzó 11,45 pesos por dólar, lo que significó un nuevo máximo histórico. La depreciación reciente del peso obedece principalmente a una recomposición en los flujos de capital ante una mayor restricción monetaria esperada en Estados Unidos y al desacoplamiento del crecimiento económico entre México y ese país. Ambos factores contribuyeron a un incremento en la percepción de riesgo país. A principios de mayo el EMBI+ de JP Morgan registró un nivel de 235 puntos base, el máximo desde agosto de 2003.

En la primera quincena de abril, la inflación interanual se ubicó en 4,1%, 110 puntos base por arriba del objetivo del Banco de México. La inflación subyacente se situó en 3,5% en el mismo periodo, similar al promedio registrado desde febrero de 2003, lo que refleja su estancamiento. Su disminución se complica ante la depreciación cambiaria, la mayor inflación en Estados Unidos y el incremento en los precios de los bienes energéticos y de otras materias primas. Este escenario, entre otros factores, propició que la autoridad monetaria incrementará a fines de abril el corto por tercera ocasión en el año.

La mayor volatilidad financiera y el incremento en la restricción monetaria provocaron que el rendimiento de los Cetes a 28 días en el mercado secundario se incrementara a 6,6% a inicios de mayo. Este nivel es 86 puntos base superior al promedio de 2004, el más alto de los últimos 12 meses. En las próximas semanas el comportamiento alcista en los tipos de interés en Estados Unidos, la depreciación cambiaria del peso y la mayor percepción de riesgo-país podrían provocar un movimiento al alza en la curva de rendimiento; no obstante, factores estacionales favorecerán la inflación mensual, lo que acotará estas presiones.

### México: últimos datos mensuales

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Producción industrial (% anual)	-0,5	2,4	0,6	2,5	6,4	n.d.
Inflación (% anual)	4,0	4,0	4,2	4,5	4,2	4,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-5,7	-5,7	-5,7	-6,1	-6,0	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	55,4	56,1	58,7	59,2	58,4	58,4
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	11,15	11,26	10,93	11,03	11,01	11,27
Tasa Cetes 28 días *	5,1	6,0	5,1	5,5	6,2	6,0
Spread soberano (Global 2026) *	220	224	208	206	196	185
M4a (% anual)	12,3	12,8	11,5	12,0	13,7	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	106	105	108	107	108	105
BBVA-MAP México (jun-95=100)	125	125	126	126	129	128

\* Media mensual

## 11. Perú

### Crisis política deriva en censura congresal a ministro de Estado ...

Desde el año 1991, el Congreso de la República no censuraba (retiraba del cargo) a un ministro de Estado. Finalmente esto se dio el 5 de mayo, destituyéndose a Fernando Rospiglosi, con 62 votos, después del asesinato de autoridades locales en el pueblo de llave (ciudad limítrofe con Bolivia) a manos de una turba de pobladores. Al margen de la connotación política detrás de la censura congresal (Rospiglosi tenía una de las mayores aprobaciones en encuestas de opinión), el resultado es otra señal clara de la debilidad del gobierno. Cabe indicar que para que el Congreso censure a un ministro se requieren 61 votos; y ello finalmente fue posible al contar con ocho votos de representantes oficialistas (Perú Posible y FIM). En ese sentido, para declarar la vacancia presidencial (como sucedió con Fujimori) el requerimiento de votos es el mismo; y es en esa línea que se viene proponiendo al Congreso elevar el número de votos a más de 80. La situación política es aguda, considerando que la última encuesta de CPI, señala que la aprobación presidencial se ha reducido a 7,0% y que el gobierno actual queda mal ubicado en varios estándares al compararse con anteriores.

### .. pero, los datos de corto plazo no dejan de ser buenos

No obstante el freno que impone el contexto político, las cifras económicas siguen sorprendiendo favorablemente. Así, los resultados preliminares a marzo de la balanza comercial, muestran un récord en el superávit anualizado de \$ 1.324 millones, explicado por el escenario de cotizaciones altas, pero también por el acceso a mayores mercados de rubros manufacturados (no materias primas) que registra al primer trimestre crecimientos que bordean el 30,0% y que aspiran a seguir extendiéndose, considerando las perspectivas de un Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos en el futuro próximo. Sobre este último punto, cabe indicar que finalmente, fueron superados los inconvenientes iniciales, y el gobierno norteamericano consideró apto al Perú para iniciar, conjuntamente con Colombia y Ecuador, negociaciones que comenzarán el 18 de mayo próximo en Bogotá. Asimismo, la actividad económica continúa registrando crecimientos que sorprenden al consenso al ubicarse en 4,1%. De esta forma el resultado preliminar para el primer trimestre del año debiera mostrar una variación interanual superior al 3,5% con buenas perspectivas de que el año cierre en niveles similares. Otro indicador que continúa marchando bien es la de las cuentas gubernamentales, que al primer trimestre acumula un superávit primario superior a los \$ 300 millones, que da buenas señales con miras a reducir el déficit del sector público para el presente año. En general, las condiciones económicas de corto plazo son positivas, considerando la inestabilidad planteada por el contexto político. Pero debe tenerse en cuenta que esto último condiciona avances necesarios en reformas estructurales de largo plazo, que ya deberían haberse iniciado, y cuyo retraso limita que el crecimiento se pueda sostener.

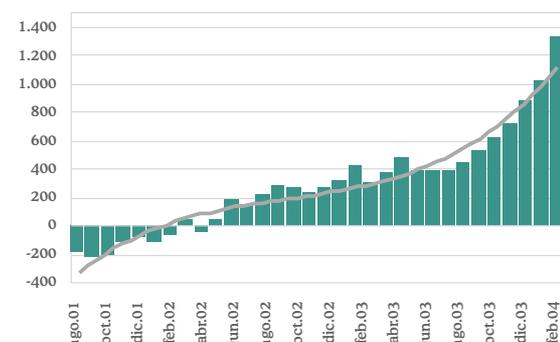
### ¿Cuál de los últimos 5 gobiernos del Perú debería ser el próximo gobierno?

(En %)

	Fernando Belaunde 1980-1985	Alan García 1985-1990	Alberto Fujimori 1990-2001	Valentín Paniagua 2001-2002	Alejandro Toledo 2002-2005	*Otros
Honestidad	33,7	6,9	11,9	22,7	0,4	24,4
Principio de Autoridad	22,6	10,7	32,9	14,8	0,9	18,1
Respeto por la Democracia	31	9,7	9,4	25	4,2	20,7
Obras realizadas	29,8	5,7	47,4	3,1	0,4	13,6
Respeto por los DD.HH.	32,4	6,2	10,8	17,4	3,6	29,6
Relaciones internac.	23,5	7,4	24,2	8,4	12,5	24

\* Incluye ninguno y no sabe/no opina  
Fuente: CPI

### Saldo comercial anualizado (Millones \$)



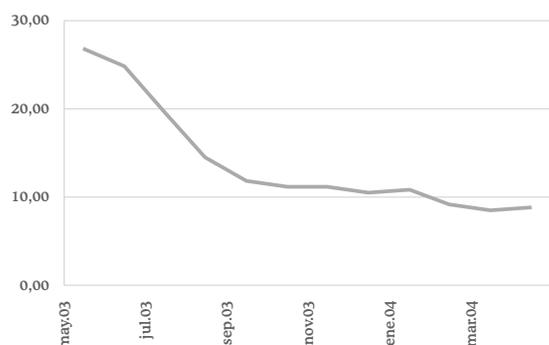
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

### Perú: últimos datos mensuales

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
PIB real (% anual)	0,8	3,1	3,0	4,1	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	1,9	2,5	2,8	3,4	2,8	2,8
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,6	0,7	0,9	1,0	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,3	10,2	10,6	10,5	10,4	10,5
Tipo de cambio (Sol vs US\$) *	3,48	3,47	3,47	3,48	3,46	3,47
Tasa interbancaria *	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,5
Spread soberano (Brady PDI 2017) *	304	315	291	355	349	348
Liquidez (% anual)	11,6	12,3	14,2	11,5	12,4	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	90	89	89	89	90	90
BBVA-MAP Perú (jun-95=100)	95	98	100	104	104	102

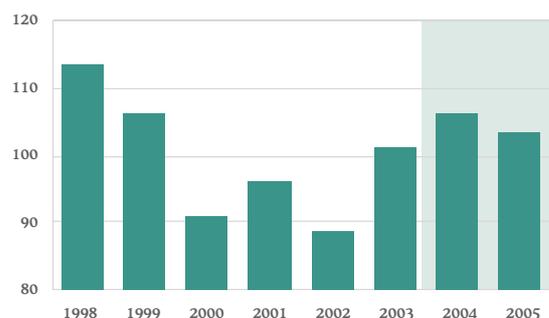
\* Media mensual

## Evolución del Índice de Precios Minoristas



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del INE

## Evolución del Índice BBVA MAP para Uruguay



Fuente: BBVA Servicio de Estudios

## 12. Uruguay

### El BCU modificó el sistema de metas de seguimiento monetario

En su Boletín de Política Monetaria correspondiente al primer trimestre de 2004, el BCU anunció una modificación en el sistema de seguimiento de metas de Base Monetaria. Esta variable es utilizada como instrumento intermedio con el fin de alcanzar los objetivos anuales de inflación. Concretamente, el cambio implica el anuncio de un rango de expansión de la base, en lugar de una meta puntual como la que se utilizó hasta el primer trimestre de este año. Así, el BCU dispondría de una mayor flexibilidad en el manejo de los instrumentos de política de cara al cambio de escenario que plantea el ciclo electoral que se abre a partir del tercer trimestre y que generaría un mayor grado de incertidumbre.

Asimismo, la entidad ratificó su objetivo de inflación para el 2004 el que se establece entre un 7% y 9%. En nuestra opinión y tomando en cuenta los recientes registros inflacionarios creemos factible el cumplimiento de dicha meta, en su límite superior.

Por otra parte, las tasas de interés en moneda nacional han mostrando una significativa tendencia decreciente en virtud de la mayor credibilidad que ha logrado la política monetaria y de la creciente liquidez mantenida por el sistema bancario. Esta última es generada a partir de un gradual crecimiento en los depósitos sin que se manifieste una expansión del crédito al sector privado, obligando a canalizar el excedente de liquidez hacia la compra de Letras del Tesoro.

### Impacto del aumento en las tasas de interés internacionales

El nuevo contexto internacional que se caracteriza por un escenario de alzas en las tasas de interés internacionales, impactaría negativamente sobre la economía uruguaya. En primer lugar, desde el punto de vista financiero, el impacto directo se traduciría en un incremento en los servicios de la deuda. Aproximadamente el 45% del stock de deuda pública es a tasa variable, con lo cual una suba de 1 punto porcentual de la tasa internacional implicaría un incremento de US\$ 56 millones en los servicios de la deuda, de manera que el efecto no sería demasiado significativo. Por otra parte, el impacto indirecto estaría dado por un incremento en el costo de oportunidad de la deuda de Uruguay (al igual que del resto de los emergentes). Sin embargo, dado que el país tendría casi totalmente cubiertas sus necesidades de financiamiento en el mediano plazo, gracias a la generación de superávits primarios y los acuerdos con Organismos Internacionales, este efecto tampoco sería muy importante.

En segundo lugar, desde el punto de vista del canal real, el nuevo contexto internacional tendría un mayor impacto sobre la economía uruguaya. La suba en las tasas de interés se traduciría en un fortalecimiento del dólar frente al resto de las monedas y esto a su vez presionaría a los precios de los commodities a la baja, con un efecto adverso sobre Uruguay, tal como lo sugiere las proyecciones del índice de materias primas BBVA MAP para Uruguay.

### Uruguay: últimos datos mensuales

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Producción industrial (% a/a)	36,3	37,3	43,8	40,3	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	10,8	10,2	10,5	9,1	8,4	8,7
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,0	0,0	0,0	0,0	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	28,83	29,19	29,36	29,49	29,62	29,63
Tasa de interés Letras 30 días en pesos *	8,7	12,5	13,1	15,0	11,3	11,3
Spread soberano (Global 2027) *	719	678	590	698	721	542
Base Monetaria (% anual)	12,8	15,8	2,4	12,1	6,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	76	75	75	75	75	76
BBVA-MAP Uruguay (jun-95=100)	115	114	111	106	105	104

\* Media mensual

## 13. Venezuela

### Cuenta regresiva en la crisis política

Luego de un período arduo de negociación entre representantes de la coalición que apoya al Presidente Chávez, el Consejo Nacional Electoral (CNE) y personeros de la oposición, se acordaron las condiciones para el proceso de reparos de las firmas de cara al Referendo Revocatorio del mandato del Presidente de la República.

Este mecanismo constitucional, contempla la posibilidad de revocar el mandato del Presidente si al cumplirse la mitad del mandato el 20% de los electores solicitan el proceso, siendo revocado si se obtienen la misma cantidad más uno de los votos logrados por el Presidente en su elección de agosto de 2000. Estas condiciones se expresan en un requerimiento de 2.466.181 firmas para poder convocar el Referendo, de las cuales 1.910.965 firmas han sido consideradas válidas equivalentes al 77% del total requerido, siendo las firmas sujetas a reparos 1.192.914, siendo necesario un ratio de éxito del 46% para poder convocar el proceso referendario, ratio que se eleva un 4% por cada 50.000 firmas que se retiren, ya que el proceso va en dos direcciones, ratificar ó retirar la firma y se realizará a finales de mayo.

De ser convocado, el referendo se realizaría el día 8 de agosto y allí se requerirán de 3.757.774 votos para revocar el mandato al Presidente, por lo que el Vicepresidente asume el mandato y convoca a elecciones en 30 días y el nuevo Presidente concluiría el mandato hasta enero del 2007. En caso, que el Referendo se realice luego del 18 de agosto, de ser revocado el Presidente, el Vicepresidente concluye el mandato.

Para evitar que las elecciones regionales coincidan con un potencial Referendo Revocatorio, el CNE programó estas para el mes de septiembre. Ante estos eventos el Gobierno se encuentra en un "ciclo electoral" que se caracteriza por una política fiscal expansiva que se refleja en un crecimiento del gasto primario real del 97% en los primeros cuatro meses del año con respecto al mismo período del año anterior, mostrando el crecimiento del gasto primario real una correlación del 93% con los niveles de aprobación del Presidente.

### Impactos del ajuste

Las emisiones de deuda realizadas en esta primera parte del año fundamentalmente utilizando bonos denominados en dólares ha permitido reducir considerablemente los incentivos fiscales para devaluar. Todo hace pensar que el Gobierno seguirá valiéndose de esta estrategia durante el resto del año para financiar el déficit fiscal, que implicaría con una probabilidad del 60% que el tipo de cambio se mantenga en Bs/\$ 1920, el resto del año.

Otro escenario cambiario con una probabilidad del 40%, implica que se ajusta el tipo de cambio luego de las elecciones regionales para corregir la sobrevaluación al tipo de cambio nominal de equilibrio de largo plazo, que se ubicará entre 17-20%, permitiendo adicionalmente cubrir parte de las necesidades de financiamiento del próximo año, vía Utilidades Cambiarias. Este ajuste ubicaría el tipo de cambio en Bs/\$ 2.460.

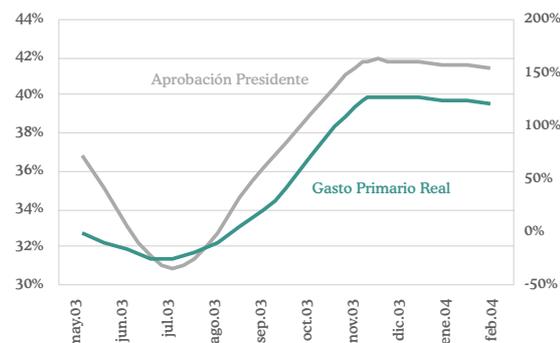
De la combinación de estos dos escenarios se desprende un tipo de cambio esperado de Bs/\$ 2.136 para el cierre del año, con un nivel de inflación del 28,2% para el año.

### Venezuela: últimos datos mensuales

	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04
Inflación (% anual)	26,1	27,1	26,6	21,9	23,6	23,1
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	5,6	5,5	5,8	n.d.	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	8,9	8,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	20,6	20,7	21,6	21,9	22,6	23,6
FIEM (m.M.\$)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio (Bolívar vs US\$) *	1598,0	1598,0	1598,0	1837,9	1917,6	1917,7
Tasa Certificado de Participaciones 30 días *	17,8	17,5	12,5	9,5	10,4	11,3
Spread soberano (Global 2027) *	620	530	516	571	592	566
M2 (% anual)	54,9	57,5	61,2	65,9	65,3	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	97	98	99	87	85	86
BBVA-MAP Venezuela (jun-95=100)	168	171	176	175	186	188

\* Media mensual

### Aprobación del Presidente vs variación gasto público



(\*) Aprobación según Datanalysis

Fuente: BBVA Banco Provincial

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>EE.UU.</b>	2,2	3,1	4,1	3,3	2,4	1,9	2,7	2,0
<b>UEM</b>	0,9	0,4	1,7	2,3	2,3	2,0	2,2	1,9
<b>Japón</b>	-0,3	2,6	3,8	2,6	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	14/05/04	sep-04	dic-04	mar-05	14/05/04	sep-04	dic-04	mar-05
<b>EE.UU.</b>	1,00	1,25	1,50	2,00				
<b>UEM</b>	2,00	2,00	2,00	2,00	1,19	1,18	1,18	1,17
<b>Japón</b>	0,10	0,10	0,10	0,10	114	110	108	106

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Argentina</b>	-10,9	8,7	7,8	4,0	41,0	3,7	6,6	7,0
<b>Brasil</b>	1,9	-0,2	3,0	2,5	12,5	9,3	7,0	6,0
<b>Chile</b>	2,0	3,3	5,2	5,5	2,8	1,1	2,3	2,5
<b>Colombia</b>	1,7	3,7	4,0	4,0	7,0	6,5	5,5	5,0
<b>México</b>	0,7	1,3	4,0	3,8	5,7	4,0	4,1	3,7
<b>Perú</b>	5,2	4,0	3,5	3,5	1,5	2,5	2,5	2,5
<b>Uruguay</b>	-10,8	2,5	10,5	4,5	25,9	10,2	9,0	10,0
<b>Venezuela</b>	-8,9	-9,2	8,2	2,1	31,2	27,1	28,2	26,4
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	-0,5	1,3	4,4	3,4	13,2	7,1	6,7	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Argentina<sup>2</sup></b>	-1,4	0,5	1,7	1,9	9,8	6,3	2,9	1,1
<b>Brasil</b>	-10,3	-3,7	-5,0	-4,0	-1,7	0,8	-1,1	-1,4
<b>Chile<sup>2</sup></b>	-0,8	-0,8	0,6	0,5	-0,7	-0,8	1,1	0,3
<b>Colombia</b>	-3,6	-2,8	-2,5	-2,5	-2,0	-1,8	-2,6	-2,7
<b>México</b>	-1,2	-0,6	-0,5	-0,3	-2,2	-1,5	-2,3	-2,9
<b>Perú</b>	-2,3	-1,9	-1,7	-1,5	-1,9	-1,8	-1,1	-1,4
<b>Uruguay</b>	-4,0	-3,2	-2,9	-2,9	2,0	1,7	3,0	4,9
<b>Venezuela<sup>2</sup></b>	-3,0	-5,1	-5,1	-4,3	8,1	10,3	11,9	7,4
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	-4,3	-1,9	-2,2	-1,6	-0,6	0,7	-0,5	-1,2

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de cambio (% frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% fin de año) <sup>3</sup>			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Argentina</b>	3,40	2,96	2,95	3,12	30,0	3,8	3,1	5,0
<b>Brasil</b>	3,53	2,89	3,20	3,40	25,0	16,5	15,0	14,0
<b>Chile</b>	702	599	590	590	3,0	2,3	2,5	4,3
<b>Colombia</b>	2865	2778	2834	3174	7,7	7,9	7,7	8,0
<b>México</b>	10,31	11,24	11,61	11,85	7,0	6,0	6,9	7,4
<b>Perú</b>	3,51	3,46	3,46	3,50	3,8	2,5	3,0	4,5
<b>Uruguay</b>	27,22	29,34	31,40	33,60	69,9	4,0	n.d.	n.d.
<b>Venezuela</b>	1387	1598	2136	2875	26,8	15,1	12,4	16,3

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

## Argentina

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	8,7	7,8	4,0
Inflación (% , fin de año)	3,7	6,6	7,0
Balanza comercial (m.M. \$)	15,5	11,9	9,8
Cuenta corriente (% PIB)	6,3	2,9	1,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,1	16,5	18,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,96	3,0	3,1
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	0,5	1,7	1,9
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	3,8	3,1	5,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	56	57
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	120	112	98

1/ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones  
2/ Argentina: depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

## Brasil

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	-0,2	3,0	2,5
Inflación (% , fin de año)	9,3	7,0	6,0
Balanza comercial (m.M. \$)	24,8	19,0	18,0
Cuenta corriente (% PIB)	0,8	-1,1	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	49,3	53,0	55,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,89	3,20	3,40
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-3,7	-5,0	-4,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	16,5	15,0	14,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	60	57	57
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	84	84	81

## Chile

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,3	5,2	5,5
Inflación (% , fin de año)	1,1	2,3	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	3,0	6,0	5,2
Cuenta corriente (% PIB)	-0,8	1,1	0,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,9	17,0	17,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	599	590	590
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,8	0,6	0,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,3	2,5	4,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	87	89
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	78	84	80

1/ Chile: Gobierno Central  
2/ Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

## Colombia

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,7	4,0	4,0
Inflación (% , fin de año)	6,5	5,5	5,0
Balanza comercial (m.M. \$)	0,2	-0,7	-0,8
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-2,6	-2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,9	11,7	12,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2778	2834	3174
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-2,8	-2,5	-2,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,9	7,7	8,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	71	74	69
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	87	86	87

## México

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	1,3	4,0	3,8
Inflación (% , fin de año)	4,0	4,1	3,7
Balanza comercial (m.M. \$)	-5,7	-8,2	-12,5
Cuenta corriente (m.% PIB)	-1,5	-2,3	-2,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	56,1	59,8	61,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	11,24	11,61	11,85
Saldo sector público (% PIB)	-0,6	-0,5	-0,3
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,0	6,9	7,4
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	105	104	103
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	122	121	124

2/ México: Cetes a 28 días; Perú: tasa interbancaria

## Perú

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	4,0	3,5	3,5
Inflación (% , fin de año)	2,5	2,5	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,7	1,7	1,8
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,1	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,2	10,8	11,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,46	3,46	3,50
Saldo sector público (% PIB)	-1,9	-1,7	-1,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,5	3,0	4,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	89	91	92
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	99	100	96

## Uruguay

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	2,5	10,5	4,5
Inflación (% , fin de año)	10,2	9,0	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	0,4	0,4
Cuenta corriente (m.M.% PIB)	1,7	3,0	4,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	2,1	n.d.	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	29,34	31,40	33,60
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-3,2	-2,9	-2,9
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	4,0	n.d.	n.d.
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	75	76	78
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	115	103	103

1/ Venezuela: Gobierno Central  
2/ Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Certificado de Participaciones a 30 días  
3/ Venezuela: incluye FIEM

## Venezuela

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	-9,2	8,2	2,1
Inflación (% , fin de año)	27,1	28,2	26,4
Balanza comercial (m.M. \$)	14,8	14,7	10,2
Cuenta corriente (m.M.% PIB)	10,3	11,9	7,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,3	20,6	18,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1598	2136	2875
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-5,1	-5,1	-4,3
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	15,1	12,4	16,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	98	92	86
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	161	144	140

## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31252-2000



## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra solo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.